

15.9.2024

אינפלציה 12
חודשים הבאים
3.2%

מדד אוגוסט
0.6%

מדד ספטמבר
0%

מדד אוקטובר
0.5%

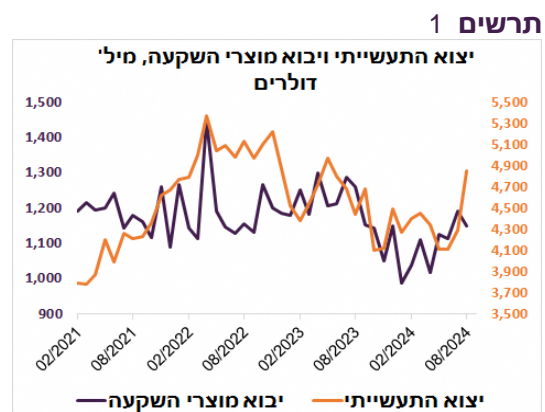
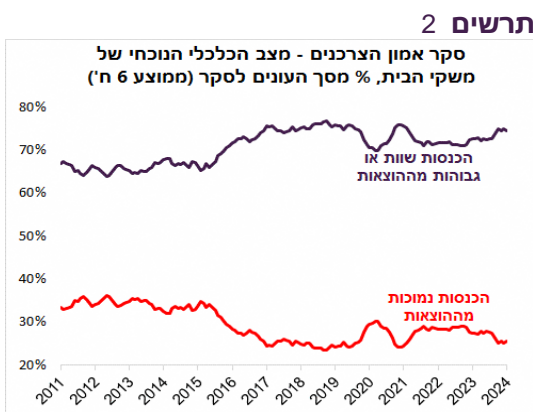
ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.25%-4.5%

עיקרי הדברים

- לפי סקר אמון הצרכנים, המצב הפיננסי של משקי הבית בישראל ממשיך להיות יחסית טוב.
- בחודש אוגוסט נרשמה עלייה חזקה ביצוא התעשייתי בישראל.
- העלייה בפערי התשואות בין ישראל לארה"ב שהגיע לשיא של התקופה האחרונה משקפת עלייה בפער הצפוי בין הריביות של הבנקים המרכזיים.
- האינפלציה בארה"ב צפויה להמשיך ולרדת.
- אנו מעריכים שבסיכוי גבוה יותר ה-FED יוריד ריבית ב-0.5% השבוע ויוריד משמעותית תחזיות לריבית. השווקים צפויים להתאכזב אם ה-FED לא יהיה מספיק אגרסיבי בהחלטה ובתחזיות שלו.
- שיעור החשיפה למניות של משקי הבית בארה"ב הגיע לשיא היסטורי. החשיפה של קרנות הפנסיה ברמה הגבוהה מאז 2008.
- המשקיעים בארה"ב ממשיכים לעבור באופן מאסיבי לחשיפה למניות באמצעות השקעות פאסיביות.
- הנתונים הכלכליים בסין משקפים היחלשות מהירה בכלכלה שתשפיע על הפעילות הכלכלית והשווקים מחוץ לסין.

בשבוע שעבר היו מעט התפתחויות כלכליות בישראל:

- יבוא מוצרי צריכה לישראל עדיין גבוה לעומת אשתקד ומשקף גידול בצריכה הפרטית. בחודשים האחרונים חלה עלייה ביבוא מוצרי השקעה. בחודש אוגוסט נרשמה עלייה משמעותית ביצוא התעשייתי (תרשים 1).
- לפי סקר אמון הצרכנים בישראל, המצב הפיננסי של משקי הבית ממשיך להיות יחסית טוב. לפני המלחמה, כ-72.5% ממשקי הבית דיווחו שההכנסות שלהם גבוהות או שוות להוצאות (ממוצע של 6 חודשים). באוגוסט 2024 שיעור זה עלה בכ-2% והגיע לכ-74.5%. בהתאם, שיעור משקי בית שההכנסות שלהם נמוכות מההוצאות ירד מ-27.3% ל-25.5% (תרשים 2).



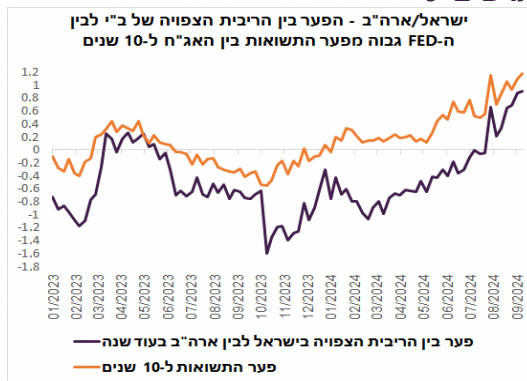
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

פער התשואות מול ארה"ב בשיא

הפער בין תשואות האג"ח השקלית ל-10 שנים לבין אג"ח ממשלת ארה"ב המקבילה עלה בשבוע האחרון לשיא חדש בתקופה האחרונה של כ-1.2%. זה לא רק ביטוי לסיכון פיננסי, אלא השתקפות של פער הריביות בין הבנקים המרכזיים בישראל ובארה"ב הצפוי בעוד שנה שהגיע ל-0.9% כתוצאה מהירידה בריבית ה-FED ל-3% וריבית בנק ישראל לכ-3.9% (תרשים 3). לפי סביבת האינפלציה הקיימת כעת בישראל ובהנחה שהמלחמה עלולה להימשך עוד זמן, הציפיות להורדת ריבית אצלנו נראות גבוהות מדי. לפיכך, פער הריבית מול ארה"ב עשוי להיות אף גבוה יותר ולגרום לעלייה נוספת בפערי התשואות, אלא אם יחול שינוי במצב הביטחוני-פוליטי.

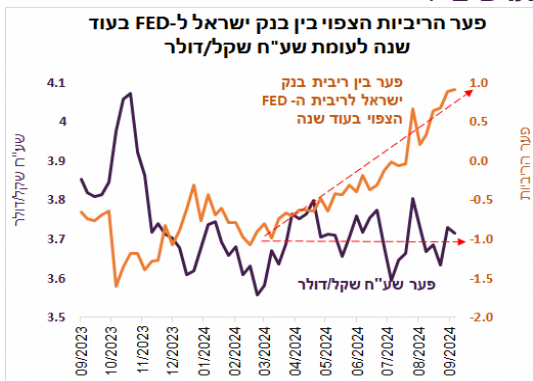
כדאי לשים לב ששינוי בפער הריביות לא השפיע למעשה על שע"ח חליפין של השקל. למרות שלפני כחצי שנה היו ציפיות שריבית בנק ישראל בעוד שנה תהיה נמוכה בכ-1% מריבית ה-FED והיום הפער התהפך, השקל לא התחזק מול הדולר או מול סל המטבעות (תרשים 4).

תרשים 3



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 4



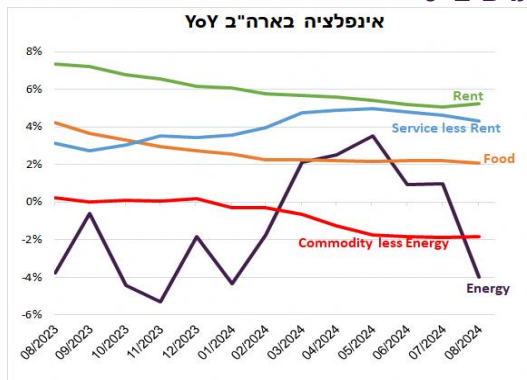
עולם

האינפלציה בארה"ב צפויה להמשיך ולרדת

למרות שמדד המחירים האחרון בארה"ב היה מעט גבוה מהתחזיות, האינפלציה בארה"ב צפויה להמשיך ולרדת:

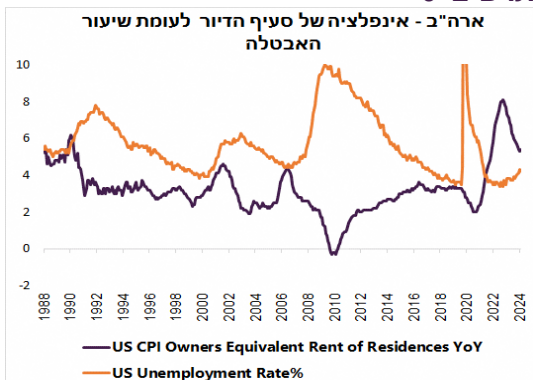
- ההפתעה העיקרית הייתה בסעיף הדיור שקצב השנתי שלו עלה במפתיע. ביתר סעיפי המדד, כולל בסעיף השירותים ללא הדיור, האינפלציה המשיכה לרדת או להיות יציבה (תרשים 5). צריכים לקחת בחשבון שסעיף הדיור הנו אחד הרגישים ביותר במדד המחירים לשינויים בשיעור האבטלה שהתחילה לאחרונה לעלות. בכל מחזור של עלייה בשיעור האבטלה שהיה בעשרות השנים האחרונות, אינפלציית הדיור ירדה (תרשים 6).

תרשים 5



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 6

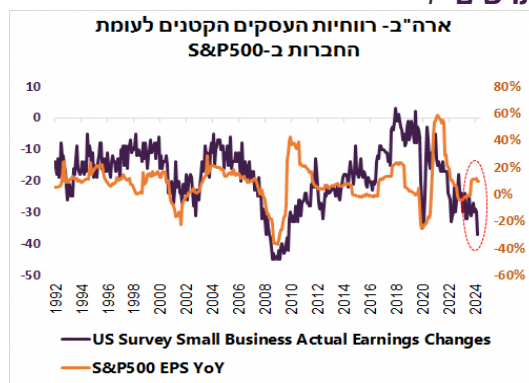


- הנתונים האחרים שמתייחסים לאינפלציה שפורסמו בשבוע שעבר, כולל הסעיפים בסקר העסקים הקטנים ובסקר סנטימנט הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן, משקפים ירידה בסביבת האינפלציה.
- נוסף שחולשה במחירי הסחורות, במיוחד סחורות האנרגיה, והירידה במחירי התובלה הימית לאחרונה צפויים לתמוך בירידה באינפלציה.

סקרי העסקים והצרכנים בארה"ב

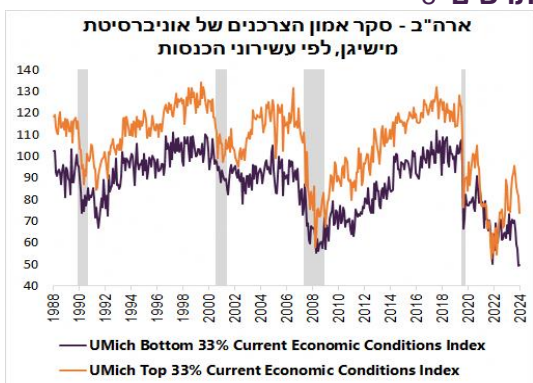
- כפי שכבר גילינו בנתונים וסקרים אחרים, סקר סנטימנט הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן המחיש שהחולשה העיקרית קיימת אצל בעלי הכנסות נמוכות (בשליש התחתון של התפלגות ההכנסות). ההערכה שלהם למצבם הכלכלי ירדה לרמה הנמוכה ביותר ב-40 השנים האחרונות (תרשים 8).
- מבדיקה שעשינו התברר שיכולת לחזות מיתון לא הייתה שונה בעבר בין בעלי הכנסות נמוכות לגבוהות. ההערכות שלהם למצב הכלכלי והציפיות ירדו כמעט בו זמנית לפני המיתונים שהיו מתחילת שנות ה-90. "העשירים" לא היו חזאים טובים יותר מ"העניים".
- בסנטימנט העסקים הקטנים שיעור שיא מאז 2008 מדווחים על הרעה ברווחיות. לאורך שנים לנתון זה היה קשר לרווחיות החברות במדד S&P500 (תרשים 7).

תרשים 7



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

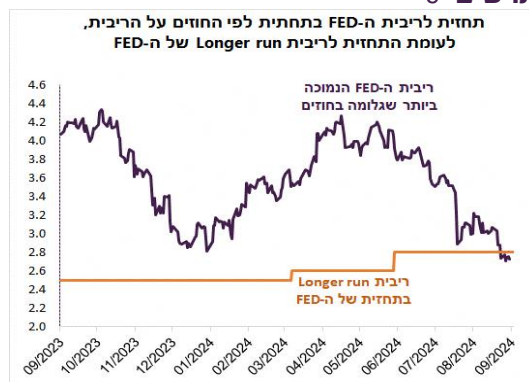
תרשים 8



השווקים צופים מה-FED להיות אגרסיבי

למרות הפתעה באינפלציה, להערכתנו, עדיין קיים סיכוי גבוה יותר שריבית ה-FED תרד ב-0.5% השבוע. נציין, שבניגוד לדעה הרווחת, שהשווקים ייבהלו מהורדת ריבית חדה מפני שהיא תאותת על בעיות קשות בכלכלה, השוק משקף שהמצב אולי הפוך. בימים האחרונים הסיכוי להורדת ריבית של 0.5% הגלום בחוזים עלה מ-15% לכ-50% תוך עלייה של 1.3% ב-S&P500 ושל 1.7% ב-Nasdaq. לא נהיה מופתעים שהשווקים דווקא יתאכזבו אם ה-FED יוריד ריבית רק ב-0.25%.

תרשים 9



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

מלבד החלטת ריבית, הוועדה המוניטארית צפויה לפרסם תחזיות. מאז הפרסום האחרון של התחזיות ביוני האינפלציה בארה"ב כבר הספיקה לרדת מתחת לרמה שהוועדה המוניטארית ציפתה רק בסוף 2024 והאבטלה כבר עלתה מעל הציפיות שהיו לסוף השנה. נזכיר שבינוי ה-FED העריך שהריבית תרד עד סוף השנה רק פעם אחת ב-0.25%.

להערכתנו, תגובת השווקים תושפע מתחזיות ה-FED לא פחות מאשר מהחלטה עצמה. אנו מניחים שאם התחזית של הוועדה המוניטארית להורדות הריבית תהיה נמוכה מהתחזיות הגלומות בשווקים (ירידה של 1.25% עד סוף 2024 וב-1.4% נוספים ב-2025) גם שוק האג"ח וגם שוק המניות עלולים להתאכזב. נציין שכבר היום ריבית ה-FED הנמוכה ביותר שגלומה בחוזים עומדת ברמה של 2.7% (צפויה ביוני 2026) והיא נמוכה יותר מאשר הריבית שה-FED הציג בתחזיות שלו כריבית שיווי משקל (Longer run) ברמה של 2.8% (תרשים 9).

שורה תחתונה: להערכתנו, ה-FED צפוי בסיכוי גבוה להוריד ריבית השבוע ב-0.5%. השווקים מצפים מה-FED להיות אגרסיבי בהחלטה ובתחזיות.

הכסף הפאסיבי שולט בשוק המניות האמריקאיות

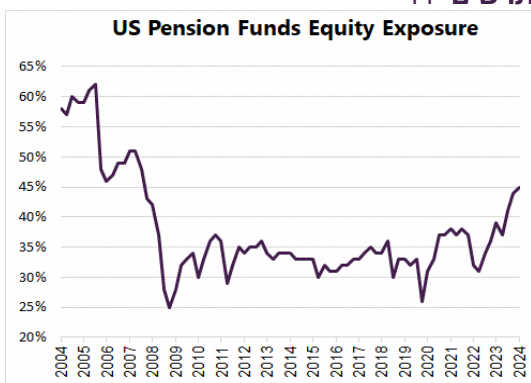
מהדיווח Financial Accounts of the United States הרבעוני שפרסם ה-FED בשבוע שעבר, עולה שהרוכשים העיקריים של המניות בארה"ב ברבעון השני היו קרנות סל (ETF). מלבדם, רק המשקיעים הזרים קנו מניות. המוסדיים, משקי הבית ובמיוחד קרנות הנאמנות מכרו מניות. זאת המגמה שכבר נמשכת בכל הרבעונים האחרונים.

מצב זה מבטא תופעה רחבה במסגרתה המשקיעים הפרטיים והמוסדיים מקטינים החזקה ישירה במניות ומעדיפים להיחשף אל שוק המניות באמצעות תעודות סל. בארבעת הרבעונים האחרונים קרנות סל קנו מניות בשוק האמריקאי בהיקף של כ-600 מיליארד דולר, כאשר כל יתר המשקיעים יחד, כולל הזרים, מכרו מניות בכ-500 מיליארד דולר.

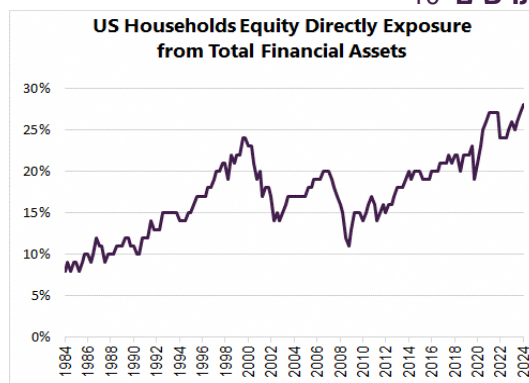
להשתלטות המוחלטת של ההשקעות הפאסיביות על שוק המניות יש השלכות רחבות, כגון, היחלשות הקשר בין שוק המניות לכלכלה ובין המניות הספציפיות לביצועי החברות, מתן יתרון למניות המומנטום, שהן בעיקר החברות הגדולות ביותר במדד.

שיעור החשיפה של משקי הבית למניות מתוך סך הנכסים הפיננסיים שהם מחזיקים הגיע ברבעון השני לשיא של כל הזמנים של 28% (תרשים 10). החשיפה למניות של קרנות הפנסיה עלתה ל-45%, הגבוהה ביותר מאז 2008 (תרשים 11). חשיפת שיא של השחקנים העיקריים למניות בשוק יחסית יקר תוך הופעת סימני היחלשות בכלכלה ממחישה את העלייה בסיכון.

תרשים 11



תרשים 10



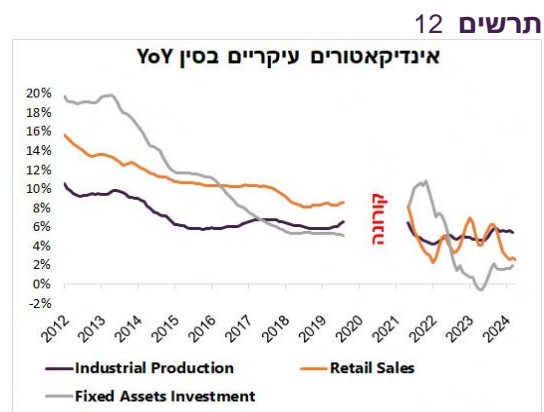
מקור: FED, מיטב ברוקראז'

המשק הסיני שוקע. יש לכך השפעות מחוץ לסין

לפי האינדיקטורים האחרונים, המצב הכלכלי בסין ממשיך להתדרדר. נתוני הייצור התעשייתי, המכירות הקמעונאיות והשקעות בנכסים קבועים היו באוגוסט נמוכים מהתחזיות. למעט הייצור התעשייתי שצומח בקצב יחסית יציב ומופנה במידה משמעותית לביקושים בחו"ל, באינדיקטורים שמתייחסים לביקושים המקומיים ניכרת חולשה משמעותית. הפעילות בהם מתרחבת בקצב איטי בהרבה מאשר לפני הקורונה (תרשים 12).

המשבר בשוק הנדל"ן הסיני לא רק לא נעצר, אלא אולי אפילו מעמיק תוך התגברות קצב הירידה של מחירי הבתים.

בסה"כ, נראה שהמגזר הפרטי מתכווץ ולא מעוניין לצרוך או להשקיע. למרות הריבית הנמוכה, ההלוואות בבנקים יורדות בקצב שיא (תרשים 13). המצב שנוצר בסין מזכיר במידה רבה את balance sheet recession בדומה לזאת שהייתה ביפן החל משנות ה-90 המוקדמות ונמשכה לפחות 20 שנה אם לא יותר.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

למצב בסין יש מספר השפעות כלכליות ופיננסיות גם בחוץ:

- השפעת הירידה בביקושים בכלכלה הסינית מובילה להיחלשות משמעותית במחירי הסחורות, בפרט במחיר הנפט שכבר ירד בכ-9% מתחילת החודש. ניכרת חולשה במחירי המתכות. כמו כן, נוכח חולשה בביקושים הפנימיים בתוך סין גם מחירי היצוא הסיני לעולם יורדים. לדוגמה, מדד מחירי היבוא מסין לארה"ב ירד בשנה האחרונה ב-1.4%, יותר ממחירי היבוא של כמעט כל מדינה אחרת למעט קנדה. בסה"כ, סין מסייעת להוריד אינפלציה בעולם.
- החולשה בביקושים הפנימיים לעומת הביקושים החזקים שהיו עד לאחרונה בעולם, בפרט בארה"ב, התמיכה הממשלתית בתעשייה והדומיננטיות הטכנולוגית של סין בתחומים מסוימים, מובילים לגידול מהיר הרבה יותר ביצוא מסין מאשר ביבוא אליה. העודף בחשבון המסחרי של סין מתקרב לכ-900 מיליארד דולר בשנה, כפי שהיה לפני הקורונה (תרשים 15).

הכסף הזה צריך להיות מושקע איפשהו. נוכח מצב רע של הבורסה הסינית שלמרות שהיא הזולה ביותר היסטורית ביחס לשווקים האחרים בעולם (תרשים 14) ממשיכה להפגין ביצועים נחותים, חלק מהכסף אמור למצוא דרך לשווקים בחו"ל. על פי הנתונים האמריקאים הרשמיים, הסינים אומנם מוכרים אג"ח ממשלת ארה"ב, אך הם רכשו בשנה האחרונה מניות אמריקאיות בהיקף של כ-50 מיליארד דולר. יתכן מאוד שבפועל סכומי הרכישות גבוהים בהרבה ומשפיעים משמעותית על המניות האמריקאיות.

תרשים 15



תרשים 14



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

גילוי נאות מטעם מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "החברה"). מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ/שיווק השקעות אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא. אין לראות במסמך זה הצעה, המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך או בכל מוצר פיננסי אחר. החברה עוסקת בין השאר בשיווק השקעות ללקוחות כשירים ועשוי להיות לה עניין באמור במסמך זה. האמור במסמך זה נאסף ו/או מתבסס על מידע ממקורות שונים. במידע הכלול במסמך זה עלולות להיות טעויות שינויי שוק ו/או שינויים אחרים. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה, כולו או חלקו, ככל שייגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע הכלול במסמך זה עשוי ליצור רווחים בידי העושה בו שימוש. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברה ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו ללא קבלת אישורה מראש ובכתב.

15/9/2024

תאריך פרסום האנליזה